

経営統合の成否要因分析

Analysis of the Factors on Success or Failure of
the Management Integration

一ノ宮士郎

Shiro Ichinomiya

専修大学経営学部

School of Business Administration, Senshu University

■キーワード

経営統合, 白紙撤回, 成否要因分析

■要約

本稿は, 統合白紙撤回事例に焦点を当て, 経営統合の成否要因の考察を行ったものである。

白紙統合に至らず最終的に経営統合を成功裡に完了させるためには, 持株会社方式による統合手法と阻害要因を凌駕する統合動機の強さが寄与していることが確認できた。

■Key Words

management integration, revocation of tie-up talks, factor analysis

■Abstract

In this paper, I analyze the success factors of the management integration, focusing on the revocation of the tie-up talks. The results indicate that a holding company system is used as an integrated method and the strength of the integration motivation surpass the obstacles of the integration to complete the integration deal successfully.

受付日 2013 年 5 月 21 日

受理日 2013 年 7 月 9 日

Received 21 May 2013

Accepted 9 July 2013

1 はじめに

我が国では、従来から広く実施されてきた合併に加え、経営統合と称される企業再編の一形態が活発化してきている。広く利用され始めている経営統合ではあるが、我が国においては企業再編を表現する場合に使用されることが多いものの、その定義自体はあいまいであると指摘されている（一ノ宮，2012）。一般的には、伝統的な合併と商法の改正あるいは会社法の制定により制度化された株式交換や株式移転などを利用した共同持株会社設立をさすことが多い（例えば，服部，2008）。但し，経営統合が注目を浴びようになってから，華々しく成功した事例が出現する一方，当初計画通りに上手く統合を進めることができず，やむなく経営統合の白紙撤回に至った事例も出現するようになった点には注目しなければならないであろう。

本稿は，持株会社設立含めた広い意味での経営統合という企業再編形態について実証的に分析しようとするものである。そして様々な経営統合事例が報告されているが，本稿では特に経営統合を白紙撤回した事例に焦点を当てた分析を試みる。失敗から学ぶという視点から，今後の企業経営での貴重な教訓を得るためには，比較的多数の統合成功事例ではなく，最終的に経営統合にまで至らなかった事例の方が重要ではないかと判断したことによるものである。

経営統合自体を直接的に扱った研究は数少ないが，例えば一ノ宮（2012）は，様々な事情から経営統合を図ったものの，結果的に白紙撤回するに至った事例について，資本市場がいかなる反応を見せたのかを分析したものである。本稿の分析視点は，予定どおり統合を達成させた成功事例と白紙撤回した失敗事例とが存在する我が国において，成否を分けるに至った要因は一体何かという疑問について，定量・定性両面から経営統合を巡る諸問題を実証的に考察していくことである。

本稿の構成は，次のとおりである。次節において，先行研究を検討し，経営統合及びその白紙撤回を巡る問題点と発見事項を整理する。そして第3節では，我が国における経営統合事例（白紙撤回事例を含む）を概観し，実証分析のリサーチデザインを述べた上で，第4節において，経営統合を巡る諸問題（財務プロフィール，統合動機・目的，阻害要因等）をそれぞれ統計的に分析した結果と解釈を示し，最後に結論としてまとめる。

2 先行研究

我が国における企業再編に関しては，内外でのM&Aの活発化や買収防衛策の積極的採用等が指摘され，かかる企業再編に関して，学問的にも様々な点から理論的または実証的な検討がなされている（例えば，清水，2001；井上・加藤，2006；與三野・島田，2008）。加えて企業再編に関する最近の学術研究は，我が国の場合，主に企業買収を巡る問題を対象とするものが多い点も否定できないであろう（井上・加藤，2006）。

一方，川鉄とNKK，そしてキリンホールディングスとサントリーホールディングス等の有名大企業の経営統合事例は，マスコミ等において非常にニュースバリューがある話題として騒がれたことは記憶に新しい。同じような企業再編形態であるにもかかわらず，経営統合に関する学術研究は，我が国の場合比較的小さく，前述した企業買収ほど経営統合は注目されてこなかったと思われる。経営統合を考察した我が国の先行研究としては，例えば永井（2001），下谷（2007），一ノ宮（2012）などが挙げられる程度であり，研究蓄積という面では欧米とは異なる状況にある。

また経営統合を声高に発表しておきながら，経営統合を白紙撤回して統合を断念するケースも我が国で散見される（例えば，最近の川崎重工と三井造船のケース）。市場に対して多大な影響を及ぼしていることから，白紙撤回事例といえども無視しえない事象であり，欧米では白紙撤回事例に

関する学術研究も存在していることには注目すべきであろう。例えば、ATT と NCR の統合に関する Lys and Vincent (1995), Volvo と Renault の統合に関する Bruner (1999), Sears に関する Gillan et al. (2000) などは、経営統合成否を巡る市場の反応や成否要因が事例に即して詳細に検証されている。成功例の検証のみならず、失敗例の検証もバランス良く実施されていることもあり、欧米の当該分野での研究の厚さが際立っている。

海外の先行研究を概観する限り、当事者はシナジー効果の発現を経営統合に期待する事例が非常に多いことが報告されている。しかしながら、シナジー効果の発現は期待外れに終わる結果が多く、結果的に経営統合で当初期待したような統合効果を見出すのは困難であると指摘されている点に注目しておきたい。白紙撤回に終わる要因としても、この点が大きな影響を及ぼしている。

先行研究を整理すれば、①1990年代以降の M & A ブームには、経営統合の活発化も含まれるが、その背景には制度整備のみならず、企業救済という目的も存在していたこと、②統合によって当事者の業績改善効果（株主価値向上を含む）については争いがあること、③伝統的にわが国で活用された合併という統合手法には企業の延命効果が期待されるがゆえに、統合手法としても利用されてきた可能性があること、④海外事例では統合によるシナジー効果を期待することが多いものの、実際にはその発現が困難なことも多いということなどが指摘でき、経営統合動機あるいは白紙撤回要因として考えることができよう。

3 | リサーチデザイン

3.1 サンプル（経営統合事例及び白紙撤回事例）について

本稿では、一ノ宮（2012）で使用したサンプルと同一サンプルを分析対象としている。一ノ宮（2012）では、1997年～2007年の11年間に於いて経営統合を行うと発表した事例計60件（延べ

会社数123社）のサンプルを抽出している（但し、金融保険に属する12件24社は含んでいない）。サンプル事例の概要は、図表1のとおりである。

図表1には、経営統合を発表した当事者¹⁾、業種、統合手法等を整理した。統合手法の欄で、手法の先頭に*の印が付けられている場合、白紙撤回事例であることを意味する。

一方、経営統合の成否という点に関しては、図表1から明らかなように、経営統合成功事例が、60件中49件を占めている。さらに統合手法別に見た場合には、持株会社方式38件、合併9件、子会社化2件という内訳になっている。前述のとおり、統合手法という視点からも、持株会社方式を採用した方が、最終的に経営統合にまで至っている割合が高い。この点について、一ノ宮（2012）は、「企業文化や価値観や戦略や歴史が大きく異なる企業同士の統合のような事例では、合併よりも持株会社方式を選択する方が、比較的摩擦も少なく少なくとも統合にまで至ることを期待できる結果かもしれない²⁾と指摘している。

また図表2に白紙撤回に至った事例（図表1の60件中11件）を整理した。図表2によれば、1997年～2007年の11年間の統合事例の内、18%が統合の白紙撤回をするに至っている。伝統的な合併を利用している事例が多いところは、白紙撤回事例の手法面での特徴として挙げられるが、それ以外にも様々な要因が存在することも予想される。

3.2 仮説設定と分析アプローチ

図表1・2によれば、経営統合を発表しておきながら、約二割の事例は白紙撤回に終わっている。問題は、経営統合がなぜ最終的合意に至らず、結果的に白紙撤回に帰したのかという点である。経営統合が戦略的意思決定である点に鑑みれば、事前の検討は十分にされているであろうが、統合発表前後の何らかの要因が影響したため白紙撤回に至ったことは容易に推測される。

例えば経営統合事例の場合には、動機を含め、経営統合自体を納得させるに足りる十分な情報開

図表 1 経営統合発表企業一覧

当事者 1		当事者 2		統合 手法等	当事者 1		当事者 2		統合 手法等
会社名	業種	会社名	業種		会社名	業種	会社名	業種	
バンダイ	玩具	セガ	ゲーム	*合併	レナウン	衣料品	ダーバン	衣料品	持株会社
エア・リキード	無機化学	大阪酸素	無機化学	*合併	熊谷組	建設	飛鳥建設	建設	*合併
日本製紙	紙パ	大昭和製紙	紙パ	持株会社	藤沢薬品工業	医薬品	山之内製薬	医薬品	合併
サークルK	コンビニ	サンクス	コンビニ	持株会社	スカイマーク	航空	ゼロ	インターネット	合併
住友化学	総合化学	三井化学	総合化学	*持株会社	エスフーズ	食肉輸入	ムラチク	食肉加工	合併
近ツー	旅行	日本旅行	旅行	*合併	ミスミ	金型商社	駿河精機	金型部品	持株会社
トステム	アルミサッシ	INAX	土石	持株会社	自動車電気工業	自動車部品	ミツバ	自動車部品	合併
デオデオ	家電量販	エイデン	家電量販	持株会社	中越パルプ	紙パ	三菱製紙	紙パ	*合併
ホーネン	油脂	味の素製油	油脂	持株会社	三共	医薬品	第一製薬	医薬品	持株会社
大正製薬	医薬品	田辺製薬	医薬品	*持株会社	メディセオ	化粧品卸	バルタック	化粧品卸	子会社化
ジャパンエナジー	石油元売り	日鉱金属	非鉄金属	持株会社	タカラ	玩具	トミー	玩具	合併
日本航空	航空	日本エアシステム	航空	持株会社	ホームマック・カーマ	ホームセンター	ダイキ	ホームセンター	持株会社
日清製油	油脂	ニッコー製油他	油脂	持株会社	三協アルミ	アルミサッシ	立山アルミ	アルミサッシ	持株会社
NKK	鉄鋼	川崎製鉄	鉄鋼	持株会社	イトヨーカ堂	スーパー	セブンイレブン他	コンビニ	持株会社
三井建設	建設	住友建設	建設	合併	原信	スーパー	ナルス	スーパー	持株会社
豊年味の素製油	油脂	吉原製油	油脂	持株会社	国際石油開発	鉱業	帝国石油	鉱業	合併
宮地鉄工所	橋梁	宮地建設工業	建設	持株会社	マツヤデンキ	家電量販	サトームセン他	家電量販	持株会社
アラビア石油	鉱業	富士石油	石油精製	持株会社	サイバード	通信	JIMOS	通信	持株会社
博報堂・大広	広告	読売広告社	広告	持株会社	フタタ	衣料品	コナカ	衣料品	子会社化
日商岩井	商社	ニチメン	商社	持株会社	日本エイム	人材派遣	エイベックス	半導体卸	持株会社
豊田通商	商社	トーメン	商社	合併	スカパー	通信	JSAT	通信	持株会社
コニカ	カメラ	ミノルタ	カメラ	持株会社	マルハ	水産	エチロ	水産	持株会社
帝人	繊維	杏林製薬	医薬品	*子会社化	日本技術開発	コンサル	エイトコンサルタント	コンサル	持株会社
セガ	ゲーム	サミー	遊技機	*持株会社	エディオン	家電量販	ビックカメラ	家電量販	*持株会社
帝人製機	繊維機械	ナブコ	輸送機器	持株会社	大丸	百貨店	松坂屋	百貨店	持株会社
セガ	ゲーム	ナムコ	ゲーム	*合併	阪急百貨店	百貨店	阪神百貨店	百貨店	持株会社
西武百貨店	百貨店	そごう	百貨店	持株会社	ペンタックス	カメラ	HOYA	土石	合併
アズウェル	医薬品卸	福神	医薬品卸	持株会社	セガミメディクス	ドラッグストア	セイジョー	ドラッグストア	持株会社
YUASA	電池	日本電池	電池	持株会社	日本レストラン	飲食	ドールコーヒー	飲食	持株会社
田村電機	通信機器	大興電機	通信機器	持株会社	ビクター	家電	ケンウッド	家電	持株会社

出所：一ノ宮（2012）より修正引用

図表 2 経営統合白紙撤回企業一覧

撤回発表年	当事者 1		当事者 2		統合手法
	会社名	業種	会社名	業種	
1997	バンダイ	玩具	セガ	ゲーム	合併
2000	エア・リキード	無機化学	大阪酸素	無機化学	合併
2003	住友化学	総合化学	三井化学	総合化学	持株会社
2002	近ツー	旅行	日本旅行	旅行	合併
2001	大正製薬	医薬品	田辺製薬	医薬品	持株会社
2003	帝人	繊維	杏林製薬	医薬品	子会社化
2003	セガ	ゲーム	サミー	遊技機	合併
2003	セガ	ゲーム	ナムコ	ゲーム	合併
2004	熊谷組	建設	飛鳥建設	建設	合併
2005	中越パルプ	紙パ	三菱製紙	紙パ	合併
2007	エディオン	家電量販	ビックカメラ	家電量販	持株会社

出所：一ノ宮（2012）より修正引用

示を統合発表時点で行うことに加え、さらに矢継ぎ早に具体的な将来計画等を公表していかなければ、市場を含む利害関係者が将来における経営統合の効果に懸念を抱き、統合作業を円滑に遂行していく上で支障が生じてくる可能性があることは

否定できない。つまり統合作業とは、様々な統合阻害要因を巧みにクリアしていく作業そのものであると言い換えられる。従って、経営統合の白紙撤回事例は、かかる統合阻害要因を克服できなかった事例とみることができるわけである。

阻害要因の一例として、市場の反応を挙げることができる。一ノ宮（2012）は、経営統合の白紙撤回に対する資本市場の反応を分析し、経営統合白紙撤回事例の場合、経営統合をせざるを得ない事情を市場は株価に織り込んでいる結果、統合発表日前後を問わず、マイナスの累積超過リターンが解消されないことを報告している。

このことから、市場が白紙撤回前から経営統合効果に疑問を持ち、白紙撤回自体も積極的に評価されなかっただけでなく、経営統合の白紙撤回は当然の帰結と受け止められていたことを裏付けていたと解釈することもできる³⁾。つまり、市場の期待に応えられなかったことが、阻害要因の一つであることを示すものと考えられる。逆に言えば、市場の期待に応えられるような統合を試みているか否かが統合成否要因ということである。

経営統合が結果的に白紙撤回に終わったという、いわば失敗事例の株価効果を見る限り、失敗に終わるような統合事例に関しては、前述したように経営統合の発表時点ですでに市場がその成否を見越していた可能性がある。それでは市場はなぜ統合の白紙撤回を予測できたのであろうか。当事者企業の業績動向、当事者それぞれの主たる事業の業種、さらには採用した統合手法などが、統合時点では一般に明らかであると考えられるところから、市場はこれらの情報を斟酌しているのではないかと推測することができる。

そこで第一に検討したい点は、業績と経営統合の成否の関係である。先行研究で指摘されているように、経営統合は救済目的で実施されることも多いとされている（與三野・島田，2008）。経営統合を契機に大規模なリストラを実施し、シナジー効果を発揮させ業績改善を図らんとすることを狙いとするのであろう⁴⁾。従って、経営統合という戦略オプションを選択し、業績改善を期待できれば、想定とおり経営統合を成功させることが予想されるのに対し、改善が期待薄であれば、統合を白紙撤回に帰すことも予想される。このように経営統合の成否に対して、当事者企業の業績が関係している可能性も認められることから、以下

の仮説を設定する。

仮説 1 経営統合成功事例と白紙撤回事例では、当事者企業の業績に差がない。

仮説 1 の検証は、白紙撤回グループ（図表 2）と統合成功グループ（図表 1 の 60 件中 49 件）の財務比率について、平均値（中央値）の差の検定を実施して行った。一般に統合を検討する場合、収益力と健全性が問題になると予想されることから、本稿では次のような財務比率を採用した。

ROA：当期純損益÷総資産×100

ROE：当期純損益÷純資産×100

PER：期末株価÷一株当たり利益

Profit：当期純損益÷売上高×100

Debt：負債÷純資産×100

また財務データについては、原則として統合発表日を含む入手可能な本決算 5 期分の連結決算数値（連結財務諸表を作成していない場合は個別決算）を使用した（データは日経財務 CD-ROM より作成）。その結果、534 社・期のデータを抽出できた。

第二に、業績のような企業固有の問題とは別に、経営統合のスキームを検討する。経営統合のスキームとしては、伝統的な合併よりも、むしろ持株会社方式を採用する傾向が強いことを指摘した。統合手法に着目すれば、成功事例（49 件）では持株会社方式 38 件、合併 9 件、子会社化 2 件という割合に対し、白紙事例（11 件）では持株会社方式 3 件、合併 7 件、子会社化 1 件というように、違いが認められる。経営統合の成否については、合併に比べ、我が国の風土には持株会社方式が適合することが影響している可能性もあり（清水，2001；下谷，2009）、経営統合手法としての合併あるいは持株会社方式の選択と統合成否の関連性を検証する必要がある⁵⁾。また経営統合は事業の多角化と密接に結びついていることも多く（Agrawal et al., 1992）、統合企業同士の本業の類似性が経営統合の成否に影響を及ぼしている可能性も無視できない重要な要素であると考えられる。従って、経営統合当事者同士の本業について、その類似性と統合の成否の関連性も追加的に検討し

たい。以上から、次の二つの仮説を設定する。

仮説 2 採用する経営統合手法によって、経営統合の成否に差がない。

仮説 3 統合企業同士の本業の類似性は、経営統合の成否に関係がない。

分析手法としては、統合成功グループと白紙撤回グループの全サンプルを対象に、採用した統合手法（合併あるいは持株会社方式）と統合企業同士の本業の類似性（同業種あるいは異業種）によりサブグループ化した上で、経営統合の成否と統合手法及び本業の業種類似性について独立性検定を行う。

以上のような統合当事者の業績動向及び本業の類似性、そして統合手法に加えて、第三として経営統合という戦略オプションを選択した当事者の動機あるいは目的と統合の成否は関連するのかどうか、さらに円滑な統合実施を阻むことが予想される阻害要因という二つの論点も検討してみたい。

前者の経営統合を選択した動機あるいは目的であるが、経営統合を巡っては様々な動機や目的があるものと予想される。例えば、前述したように救済目的で合併という形態の経営統合を選択する場合は典型的である（興三野・島田，2008）。そもそも救済目的の場合は、緊急を要することも多く、経営統合は比較的円滑に進捗する可能性は高いと思われる。また経営統合でも動機・目的として挙げられることも多いシナジー効果であるが（Lys and Vincent, 1995; Bruner, 1999; Gillan et al., 2000）、これはシナジー効果により経営効率を向上させ、生き残りに寄与するためと考えられている。

一方、業界再編目的の場合には、必ずしも当事者間で業績面における明確な差がないことも多く、経営統合が白紙撤回される事例も散見される。藤島（2006）は、自社が伸ばす分野を的確に認識した上で、最適な使途に資源を投入する手段としての M&A が我が国にも定着していることから、個々の企業に本当に経営統合が必要か、中長期の成長戦略と合致するの可否かを問わなければならないと指摘しており、統合動機・目的の戦略適合

性も考慮すべき点となろう。従って、経営統合を選択する動機・目的如何が、統合達成の重要な要素であると考えなければならない。統合の動機・目的が明確化されていなければ、統合が失敗に終わる可能性も高いことが想定されることになる。経営統合の動機・目的が、統合成否に関連するかどうかを検証するため、次の仮説を設定する。

仮説 4 経営統合の成功事例と白紙撤回事例では、統合動機に差がない。

後者の統合阻害要因であるが、Gates and Very (2003) は、M&A の失敗は、経営統合をコントロールすべき必要性があるにもかかわらず、適切にコントロールできていないことに原因があると指摘しているように、経営統合を発表したものの、白紙撤回に至った事例の場合、例えば統合実施過程でのコントロールミスが存在していることが推測される。検証に際しては、全ての統合事例について発表された新聞記事等を手掛かりに、統合過程におけるコントロールミスを含めた統合を阻害させる可能性のある共通の諸要因を、統合の成否を問わず抽出し、経営統合の成否との関連性を分析することにする⁶⁾。経営統合の成功事例の場合には、白紙撤回事例に比べ相対的に阻害要因が少ないと思われることから、阻害要因の有無及び多寡が統合成否に影響を及ぼしていることが予想される。検証すべき仮説は、次のとおりである。

仮説 5 経営統合成功事例と白紙撤回事例では、統合阻害要因に差がない。

仮説 4・5 については、全サンプルの経営統合発表前後合わせて約 2 ヶ月間に発表された新聞記事やプレスリリースの内容を検討した上で、統合動機・目的及び統合を阻害する可能性のある諸要因をそれぞれ抽出し、共通性の認められる動機・目的と阻害要因に整理要約して統計的な検定を行う。

最後に、以上の分析結果を踏まえたモデルを設定し、経営統合成否（白紙撤回）の決定要因について検討を加える。

4 結果と解釈

4.1 平均値の差の検定

Panel : A が統合成功グループ、そして Panel : B が白紙撤回グループの各財務比率の記述統計量をそれぞれ整理要約したものである (図表 3)。

統合成功グループ (Panel : A) と白紙撤回グループ (Panel : B) との間において、業績面での格差はあるのであろうか。記述統計量から判断する限り、各財務比率は概ね白紙撤回グループの方が、統合成功グループよりも良好な結果を示していることが分かる。なお自己資本利益率 *ROE* についてであるが、負債比率 *Debt* を踏まえれば、白紙撤回グループの方が統合成功グループよりも平均的に自己資本 (純資産) が厚いため、見かけ上の自己資本利益率 *ROE* が良好になっている可能性がある。

両グループの業績の差が統計的に有意かどうかを確認するため、*t* 検定とノンパラメトリックな Mann-Whiney の *U* 検定を実施した (図表 4)。両グループの収益力に関する財務比率には、統計的に有意差のあることが認められた。安全性に関する負債比率 *Debt* に有意差が認められないのは、相対的に自己資本 (純資産) の蓄積そして負債依存度に格差が認められない結果と推測される⁷⁾。救済目的で実施されることも多い経営統合ではあるが (興三野・島田, 2008)、本稿で検討した白紙撤回サンプルに関しては、統合当事者の業績が悪化している訳では必ずしもないようである。両

図表 4 平均値 (中央値) の差の検定結果

Variables	t-test		Mann-Whitney test	
	t	p-value	z	p-value
<i>ROA</i>	1.840	0.066*	-1.352	0.176
<i>ROE</i>	-2.801	0.005***	-3.550	0.000***
<i>PER</i>	2.183	0.030**	-3.646	0.000***
<i>Profit</i>	3.641	0.000***	-4.624	0.000***
<i>Debt</i>	-0.452	0.651	-0.398	0.691

注 1: 検定は全て両側検定。

注 2: ***: 1% 水準で有意, **: 5% 水準で有意, *: 10% 水準で有意

グループに属する当事者企業の収益力には有意差があり、仮説 1 は棄却されるものの、財務の良さだけが統合成否を決定するのではないところには留意すべきであろう⁸⁾。

4.2 独立性検定 (統合手法・業種類似性と統合成否の関係)

図表 1・2 に整理した全てのサンプルを 2 つの属性 (統合手法・本業の業種区分) で分類し、経営統合の成否がそれぞれの属性と関連しているのか否かという仮説 2・3 を検証するため、独立性検定 (カイ二乗検定) を行った。検定結果は、図表 5 に整理したとおりである。

経営統合事例では、約 7 割が持株会社方式を採用し、かつ成功事例の中では 8 割を占めており、経営統合手法と経営統合の成否には、統計的に有意な関係 (1% 水準) があることが確認された (図表 5 の Panel : A)。一方、統合当事者企業の本業は、同一業種の例が多いものの (下谷, 2007⁹⁾)、業種類似性と経営統合の成否とは必ずしも有意な

図表 3 記述統計量

Panel : A (統合成功グループ)					Panel : B (白紙撤回グループ)				
Variables	N	Mean	Median	St. Dev.	Variables	N	Mean	Median	St. Dev.
<i>ROA</i>	434	0.57	1.39	9.98	<i>ROA</i>	100	2.79	1.76	14.13
<i>ROE</i>	315	9.68	6.10	15.20	<i>ROE</i>	74	3.35	3.69	25.02
<i>PER</i>	293	34.96	22.20	57.71	<i>PER</i>	53	54.32	38.11	68.25
<i>Profit</i>	434	0.73	1.05	9.49	<i>Profit</i>	100	5.39	2.21	17.92
<i>Debt</i>	434	1396.35	170.87	16705.65	<i>Debt</i>	100	638.30	163.08	2313.08

図表 5 独立性の検定結果

Panel : A 統合手法

	合併	持株会社	合計
統合成功	9	38	47
白紙撤回	7	3	10
合計	16	41	57

$$\chi^2 = 10.5601, p = 0.0012$$

注：子会社化の3事例は、統合手法の検定対象から除外した

Panel : B 業種類似性

	同一業種	異業種	合計
統合成功	38	11	49
白紙撤回	8	3	11
合計	46	14	60

$$\chi^2 = 0.1168, p = 0.7325$$

関連性がないことが確認できた。従って、仮説2は棄却され、逆に仮説3は棄却されなかった。

以上から、採用された統合手法が経営統合の成否に影響している要因の一つである可能性が高いことが想定される。特に持株会社方式を選択した場合は、伝統的に採用されてきた合併というスキームに比べ、統合成功事例数が約4倍である点は注目すべきであり、先行研究が指摘する持株会社方式のメリットを反映したものと言えよう（永井，2001；下谷，2009）。さらに我が国の伝統ある企業同士の場合、統合発表当初に対等の精神とていうものの、摩擦が発生することも多く、とりあえず合併ではなく、持株会社という一つ屋根の下に経営統合する方が当面の摩擦を軽減できるとの指摘を裏付けている（下谷，2009）。将来最終的な合併を念頭に置くならば、二段階で経営を徐々に統合していく方が、無用な混乱を起こすことなく、シナジー効果等の統合成果を享受する可能性は高いと考えられ、合理的な企業行動であると解釈することもできるであろう。

4.3 統合動機と統合阻害要因に関する分析

まず、経営統合をするに至った動機について、プレスリリースを始めとした公表資料に基づき整理をした。統合動機を分析するのは、動機がそもそも不明確あるいは統合目的が達成困難と目される場合、統合に至る前に計画がとん挫する可能性が高いと考えられるように、経営統合の動機が直接・間接的に白紙撤回に結び付いていると推測される事例も存在するからである。

統合動機に関しては、例えば日本能率協会（2004）によれば、2003年～2004年の経営統合における動機は、経営の効率化・合理化が最も多く、次いでシェアの拡大、競争力の向上が続くとしている。また前述したように、我が国の場合、M&Aの動機が、グループ再編や企業救済という面を持っていたことも忘れてはならない（與三野・島田，2008）。

企業の特徴や風土・歴史、外部環境や業界構造によっても、経営統合の動機や理由は様々であると想定されるが、全サンプルにおいて共通性が認められるものとして、大きく10項目を抽出することができた（図表6）。すなわち、競争環境変化、業績悪化、親会社の戦略、グループ内の再編、業界再編・事業集約、リストラ・事業再生、外資からの買収阻止、危機意識、金融機関の後押しである。

図表6は、白紙撤回事例だけを対象に、経営統合の動機や理由として抽出できた10項目に沿って整理したものである。統合動機は必ずしも単独ではなく、複数になる場合もあり、業界再編・事業集約を動機とする事例が相対的に多いことが見て取れる。

仮説4を検証するため、経営統合成功グループと白紙撤回グループそれぞれについて、10項目に分類した各動機が該当するかどうかを検討し、それぞれのグループ毎に各動機の構成比を算出し、比率の差の検定を行った。検定結果は、図表7のとおりである。

統合動機としては、両グループとも総じて極端

図表 6 経営統合の動機（白紙撤回事例）

統合動機	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
競争環境変化				○			○				
業績悪化	○			○			○		○	○	
親会社の戦略		○					○	○	○		
グループ内の再編											
業界再編・事業集約	○		○		○	○	○	○	○	○	○
リストラ・事業再生									○		
外資からの買収阻止					○						○
統合による成長・拡大			○	○		○	○		○	○	○
危機意識	○		○		○	○			○		○
金融機関の後押し									○		

注1：A：バンダイ・セガ，B：エアリキード・大坂酸素，C：住友化学・三井化学，D：近ツー・日本旅行，
E：大正製薬・田辺製薬，F：帝人・杏林製薬，G：セガ・サミー，H：セガ・ナムコ，I：熊谷組・飛鳥建設，
J：中越パルプ・三菱製紙，K：エディオン・ビックカメラ

注2：表の○印は，統合動機に該当することを意味する

図表 7 統合動機比率の差の検定結果

統合動機	統合成功 N = 49		白紙撤回 N = 11		Z	P-value
	件数	%	件数	%		
競争環境変化	42	0.86	2	0.18	4.999	0.0000 ***
業績悪化	20	0.41	5	0.45	0	1.0000
親会社の戦略	9	0.18	4	0.36	0.9043	0.3658
グループ内の再編	8	0.16	0	0.00	0.9488	0.3427
業界再編・事業集約	31	0.63	9	0.82	0.8257	0.4090
リストラ・事業再生	6	0.12	1	0.09	0	1.0000
外資からの買収阻止	10	0.20	2	0.18	0	1.0000
統合による成長・拡大	29	0.59	7	0.64	0	1.0000
危機意識	21	0.43	6	0.55	0.3689	0.7122
金融機関の後押し	6	0.12	1	0.09	0	1.0000

注1：検定は全て両側検定

注2：***は1%水準で有意

な差異は認められなかった。しかし，競争環境変化への対応の比率に有意差が確認され，外部環境への対応の積極性に違いがあることが分かる。また親会社の戦略で，経営統合を行うケースが白紙撤回グループに多い反面，グループ内再編として統合を行う目的が成功グループに多いという違いも確認できた。従って，動機全てではないものの，少なくとも「競争環境変化への対応」という点では，部分的ながら仮説4は棄却された。

ここから，外部環境の変化に対して積極的に対

応する方策として経営統合を選択した場合には，相対的に成功することが多い反面，親会社の意向に沿って受身的に経営統合を選択するようなケースは上手くいかないことが示唆される。

次に経営統合を阻害した要因を探ってみよう。例えば，日本経済新聞2002年2月16日付けも，企業の合併・買収や事業統合で一度合意しながら破談となるケースが増えているとし，生き残りのために再編を選択しながら，企業文化の違いや主導権確保などを巡り利害対立が表面化，対等の精

図表 8 経営統合阻害要因（白紙撤回事例）

統合阻害要因	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
過去へのこだわり・プライド			○	○	○	○				○	
規模の格差・対等への固執			○						○	○	
トップの対立・暴走	○				○						○
社風・文化の違い	○		○	○	○		○				
公平性・協力・信頼の欠如			○					○		○	
問題の先送り			○			○	○		○		○
危機意識等の格差	○			○		○	○	○			
人事・組織の違い			○								
合理化の困難					○				○		
利害関係者の反対	○	○								○	○
統合形態の問題			○			○					
主導権争い			○	○	○					○	
決定・統合までの所要時間			○			○	○	○	○	○	○

注1：A：バンダイ・セガ，B：エアリキード・大坂酸素，C：住友化学・三井化学，D：近ツー・日本旅行，

E：大正製薬・田辺製薬，F：帝人・杏林製薬，G：セガ・サミー，H：セガ・ナムコ，I：熊谷組・飛鳥建設，

J：中越パルプ・三菱製紙，K：エディオン・ビックカメラ

注2：表の○印は，統合動機に該当することを意味する

神も合併・統合の統合阻害要因となることを明らかにしている。このようなケースは，経営統合が戦略的な目的達成のための手段に本来過ぎなかったはずであったにもかかわらず，いわば統合自体が自己目的化してしまい，統合が意図していた戦略目的を失念したケースと考えることができるだろう。

図表8は，プレスリリースや新聞報道から整理した経営統合を阻害すると推測されるものをまとめたものである。統合阻害要因としては，次のような13項目が抽出された¹⁰⁾。

すなわち，過去へのこだわり・プライド，規模格差・対等への固執，トップの対立・暴走（社内調整無視），社風・文化の違い，公平性・協力・信頼の欠如，問題の先送り，危機意識等の格差，人事・組織の違い，合理化の困難，利害関係者（金融機関・OB・組合・地域等）の反対，統合形態の問題，主導権争い，決定・統合までの所要時間である。

また，白紙撤回の要因も必ずしも単独ではなく，この図表からも明かなように，むしろ複数の要因が作用した結果，統合を断念したケースの方が多いようである（エアリキード・大坂酸素のケー

スを除く¹¹⁾）。

仮説5を検証するため，各阻害要因が存在するかどうかを全統合事例について検討し，経営統合成功グループと白紙撤回グループそれぞれに各要因の構成比を算出し，比率の差の検定を行った。検定結果は，図表9のとおりである。

有意差が認められた要因は，過去へのこだわり・プライド，トップの対立・暴走（社内調整無視），社風・文化の違い，問題の先送り，危機意識等の格差，主導権争い，決定・統合までの所要時間の7項目であった。

例えば，田辺製薬と大正製薬のケースは，我が国で多く見られる典型的な主導権争いが統合を阻害した事例である。近畿日本ツーリストと日本旅行のケースについては，両社の企業文化（社風）の違いが統合を御破算にした事例である。住友化学・三井化学のケースは，統合発表から実際の統合までに要する所要期間がかかり過ぎた点に問題があったといえよう。前述した近畿日本ツーリストと日本旅行の場合，新会社像への考え方の違いが表面化したことに加え，両社のトップの呼吸のズレや親会社の意図とのズレも白紙撤回の原因ではないかという疑問を呈されている（日本経済新

図表 9 統合阻害要因比率の差の検定結果

統合阻害要因	統合成功 N=49		白紙撤回 N=11		Z	P-value
	件数	%	件数	%		
過去へのこだわり・プライド	5	0.10	5	0.45	2.3874	0.0170 **
規模の格差・対等への固執	4	0.08	3	0.27	1.2645	0.2061
トップの対立・暴走	1	0.02	3	0.27	2.363	0.0181 **
社風・文化の違い	3	0.06	5	0.45	2.9772	0.0029 ***
公平性・協力・信頼の欠如	5	0.10	3	0.27	1.0142	0.3105
問題の先送り	2	0.04	5	0.45	3.3431	0.0008 ***
危機意識等の格差	0	0.00	5	0.45	4.3257	0.0000 ***
人事・組織の融和	3	0.06	1	0.09	0	1.0000
合理化の困難	12	0.24	2	0.18	0.0526	0.9581
利害関係者の反対	12	0.24	4	0.36	0.4275	0.6690
統合形態の問題	6	0.12	2	0.18	0.0327	0.9739
主導権争い	1	0.02	4	0.36	3.1185	0.0018 ***
決定・統合までの所要時間	1	0.02	7	0.64	4.9402	0.0000 ***

注1：検定は全て両側検定

注2：***は1%水準で有意、**は5%水準で有意

聞 2002 年 3 月 3 日付け)。

一方、経営統合の成功例である商船三井の場合、ナビックスラインと商船三井の合併については、トップの意思の固さや意思疎通が最も重要な要因であったと言われ、新会社の明確なビジョン作りと社員への浸透と意識改革も成功要因であったとされている。戦略的な意思決定としての経営統合には、用意周到な準備とトップを含む統合に向けての熱意が何よりも必要なことが理解できるだろう。

4.4 経営統合成否の決定要因分析

前項までの分析結果から、経営統合が白紙撤回に至る可能性に関しては、統合企業が採用する統合手法、当事者企業における収益力格差、経営統合の動機、そして経営統合の阻害要因の有無が関連していることが判明した。さらに、一ノ宮(2012)によれば、統合当事者の統合発表前後における株価動向も統合の成否に関連していることを指摘している。しかし、これらの諸要因と統合成否との因果関係は明らかにされてはいない。そこで、経営統合の成否(白紙撤回するか否か)について、これらの諸要因が影響を及ぼしているの

か否かについて検証を加えることにしたい。

検証すべき経営統合成否の決定要因に関するモデルとして、以下のようなモデルを設定する。モデルの被説明変数を *INTE* とし、プロビット回帰分析を行った。

$$INTE = \alpha + \beta_1 MET + \beta_2 EARN + \beta_3 FACT + \beta_4 STK$$

INTE：経営統合に至った場合は1、白紙撤回に終わった場合は0という二値変数

MET：採用する統合手法(持株会社方式の場合は1、それ以外の場合に0とするダミー変数)

EARN：収益力格差として、当事者企業の *ROA* の差の絶対値(但し、当事者企業が3社以上の場合、*ROA* の最大と最小の差とする)

FACT：経営統合をする相対的な強さとして、経営統合動機の構成比(該当数合計÷10)と統合阻害要因の構成比(該当数合計÷13)の差とする

STK：株価が統合発表日株価を下回るまでの日数の自然対数(但し、当事者企業の中で最も短い日数とする)

統合手法を示す *MET* は、持株会社方式の場合には 1 となるダミー変数であり、持株会社方式を採用した経営統合の方が他の手法を採用した場合よりも最終的に統合にまで至るケースが多いことから、 β_1 は正の符号となることが予想される。当事者企業間での収益力を示す *EARN* については、格差が大きい場合、一方の当事者が他方を救済して事実上吸収合併するという側面もあり、組織存続を重視しようとするわが国の企業風土では、経営統合に対してマイナスの作用を及ぼす可能性も強く、 β_2 は負の符号となるであろう。経営統合に関する質的要素を示す *FACT* は、統合を推進する要因の強さと阻害する要因の強さとの差を意味するものであり、推進要因が優る場合に正、阻害要因が優る場合に負となるはずであり、従って β_3 は正の符号となることが予想される。経営統合に対する市場の反応を示す *STK* は、発表日の株価に反ってしまう日数が短いほど、経営統合に対する市場の期待が大きくなるはずであり、つまり統合効果を疑問視することを意味するものであり（一ノ

宮, 2012), 逆に日数が長いほど将来への期待の大きさを反映していると解釈できる。その結果、やはり β_4 は正の符号となることが予想される。モデルで使用する説明変数の基本統計量は、図表 10 の Panel : A である。

回帰分析を行う場合、説明変数間に高い相関関係があるならば、多重共線性の問題が発生し、回帰係数の推定と検定の正確性が損なわれる恐れがあるため、変数間の相関分析を行った。その結果を整理したものは、図表 10 の Panel : B である。

経営統合成否の決定要因に関するモデルにプロビット回帰分析を適用した推定結果と有意性検定結果をまとめたものが図表 11 である。

説明変数の係数は、全て予想とおりの符号であった。統合手法を示す *MET* は、正の符号かつ 5 % 水準で統計的に有意であり、わが国の企業風土に適した統合手法ともいえる持株会社方式による緩やかな企業統合手法が経営統合の成功に寄与していることを示唆された。また経営統合の質的要素 *FACT* は、正の符号かつ 5 % 水準で有意

図表 10 基本統計量と相関関係 (Pearson の相関係数)

Panel : A					Panel : B				
Variables	N	Mean	Median	St. Dev.		<i>MET</i>	<i>EARN</i>	<i>FACT</i>	<i>STK</i>
<i>MET</i>	49	0.69	1.00	0.47	<i>MET</i>	1			
<i>EARN</i>	49	3.67	1.72	5.77	<i>EARN</i>	-0.291	1		
<i>FACT</i>	49	0.18	0.20	0.17	<i>FACT</i>	0.125	0.209	1	
<i>STK</i>	42	0.88	0.69	0.97	<i>STK</i>	0.215	-0.036	0.062	1

図表 11 モデルの推定結果

	Variables				
	Constant	<i>MET</i>	<i>EARN</i>	<i>FACT</i>	<i>STK</i>
Predicted Sign	α	β_1 +	β_2 -	β_3 +	β_4 +
Coeff.	-1.302	1.549	-0.044	7.945	1.091
St.Err.	0.802	0.754	0.065	3.421	0.801
Z	-1.625	2.053	-0.675	2.322	1.362
p-value	0.104	0.040 **	0.500	0.020 **	0.173

N = 49 Pseudo R² = 0.5519 Loglikelihood = -9.163

注：** 5% 水準で有意

と推定され、統合推進要因と阻害要因の強さの差が経営統合の成功に関連することが認められた。収益力格差を示す EARN と市場の反応を示す STK は、符号条件を満たしたものの、有意ではなかった。

以上の結果をまとめれば、経営統合成否（白紙撤回の可能性）の決定要因に関しては、採用する統合手法と統合阻害要因を凌駕する統合動機の相対的強さが重要な要因であることが判明した。業績格差が大きい場合、事実上の買収につながり、わが国企業はかかる統合を回避する傾向があるため、統合へマイナスの影響を及ぼすのであろう。市場の反応も白紙撤回事例はそもそも統合発表だけでは市場の抱く懸念を払しょくできないこと（一ノ宮，2012）と整合的であると解釈できる。

5 | 結論

戦略対応として経営統合を選択した事例が、我が国でも散見されるようになった。しかし、全ての経営統合が例えば JFE のように当初予定とおり無事経営を統合するまでに至ったわけではない。本稿は、経営統合の失敗事例ともいえる統合白紙撤回事例に焦点を当て考察を行ったものである。株式市場からの白紙撤回への反応を検証したが（一ノ宮，2012）、本稿では従来不明確であった統合成否要因、つまりいかなる要因が統合白紙撤回に影響を及ぼしているのかの解明を試みた。

1997 年～2007 年の間に発表された経営統合事例という制約はあるものの、以下のような点が明らかとなった。第一に、統合成否両グループの収益力格差が確認されたが、財務の良好さは経営統合成功に必ずしも直結しない可能性がある。第二に、統合手法としては、大きく分けて持株会社方式と合併があると言ってよいが、我が国の企業風土等に適していることから、統合手法として持株会社方式が統合成功に影響している。第三に、経営統合の動機として競争環境への対応という動機が強い場合は統合成功に結び付きやすい。第四に、経営統合を阻害する要因として、過去へのこだわり・プライド、トップの対立・暴走（社内調整無視）、社風・文化の違い、問題の先送り、危機意識等の格差、主導権争い、決定・統合までの所要時間の 7 項目が重要である。そして最後に、経営統合成否（白紙撤回するか否か）に影響する要因については、採用した統合手法と統合阻害要因を凌駕する統合動機の相対的強さが大きく寄与していることが確認できた。これらは、最近発生した川崎重工と三井造船両社の造船部門の総合の白紙撤回にも適合するものである。

本稿の発見事項から実務への示唆としては、経営者の強いリーダーシップの下、本稿が指摘した統合阻害要因をできるだけ早急に解消するとともに、持株会社方式を採用することで、性急な成果を求めることなく、徐々に経営を融合させて行くことが、我が国において経営統合を成功裡に導く可能性が高いことであろう。

●謝辞

本稿は、平成 24 年度専修大学研究助成・個別研究「研究課題経営統合の成否要因及び白紙撤回の可能性予測に関する研究」の研究成果の一部である。ここに記して感謝致します。

●注

- 1) 経営統合の大半は 2 社による事例であるが、必ずしも 2 社に限定されるものではなく、2 社以上のケースもある。
- 2) 共同持株会社を設立し経営統合を進めた上で、段階的に当事者の融和を図り、最終的に持株会社の下の子会

社同士が合併することも可能である。このように、持株会社方式は、状況に応じてケースバイケースの対応ができるところも、メリットと思われる。

- 3) しかし、発表日後 1 日目の超過リターンのマイナス幅が最大値であったことは、やはり白紙撤回の発表それ自体がサプライズであったことを示しているともいえるかもしれない。
- 4) 経営統合による収益力の改善は必ずしも期待できないとの指摘もある（星野，1990；Mueller，1997）。
- 5) 採用する統合手法から、市場が経営統合の成否を予測していた可能性があるかもしれない、つまり採用する経営統合手法自体が、市場の期待に応えることに関連

- しているということになる。先行研究（永井，2001；下谷，2009）が指摘するように，持株会社方式のメリットを市場は斟酌していると解釈できるからである。
- 6) 間接的とはいえ，そもそも経営統合をなぜ行うに至ったのかという統合動機・目的と経営統合の成否の関連性を検討するが，これは統合阻害要因の検証でもある。
 - 7) 負債比率は，白紙撤回グループの方が統合成功グループよりも良好であるが，平均値に比べ中央値の方が格差は小さく，標準偏差を勘案すれば，統合成功グループには外れ値を含むため，負債比率の平均値の格差が大きく見えているのかもしれない。
 - 8) 但し，白紙撤回グループの中には，救済目的以外の統合事例も含まれており，逆に統合成功グループの中には業績劣悪であるが故に救済が不可欠だった事例も含まれている点には注目すべきである。つまり当事者の業績は，経営統合を選択する動機とはなっても，必ずしも業績動向が白紙撤回に至る直接的要因とはいえない可能性がある。
 - 9) 下谷（2007）は，持株会社解禁では，事業支配力が過度に集中する懸念があるケースは禁止されたが，同業種企業での水平的統合は禁止対象とされず，実際には同業種間での統合が多かったと指摘する。調査時点が異なるものの，日本能率協会（2004）も，2003～2004年に経営統合を発表したサンプルの9割が同業種同士であったと報告している。
 - 10) これら13項目は，必ずしも白紙撤回事例だけに認められるものではなく，成功事例についても確認されるものであり，その意味で経営統合を阻害する可能性のある一般的要因と理解することができると思われる。
 - 11) 両社は，外資系の親会社を持ち，親会社の意向に従い，経営統合を図ったものであるが，親会社の世界戦略を反映した結果，日本法人同士の統合を断念したものである。

●参考文献

Agrawal, A., Jaffe, F. and Mandelker, G. M. (1992) "The Post Merger Performance of Acquiring Firms: Reexamination of an Anomaly," *Journal of Finance*, Vol. 47

- (4), pp. 1605-1671.
- Bruner, R. F. (1999) "An Analysis of Value Destruction and Recovery in the Alliance and Proposed Merger of Volvo and Renault," *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 125-166.
- Gates, S. and Very, P. (2003) "Measuring Performance During M&A Integration," *Long Range Planning*, Vol. 36, pp. 167-185.
- Gillan, S. T., Kensinger, J. W. and Martin, J. D. (2000) "Value Creation and Corporate Diversification: The Case of Sears, Roebuck & Co.," *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, pp. 103-137.
- Lys, T. and Vincent, L. (1995) "An Analysis of Value Destruction in AT&T's Acquisition of NCR," *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 353-378.
- Mueller, D. C. (1997) "Merger Policy in the United States: A reconsideration," *Review of Industrial Organization*, Vol. 12, pp. 655-685.
- 一ノ宮士郎 (2012) 「経営統合の白紙撤回に市場はどう反応したのか?」『専修マネジメント・ジャーナル』Vol. 1, No. 1 & 2, pp. 13-26.
- 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『日本のM&A』東洋経済新報社。
- 清水剛 (2001) 『合併行動と企業の寿命』有斐閣。
- 下谷政弘 (2007) 「持株会社か直接合併か—統合の選択肢—営統合」『MARR』8月号, pp. 10-11。
- (2009) 「持株会社と経営統合」『月刊監査役』No. 563, pp. 12-18。
- 永井恒男 (2001) 「持株会社方式を用いた日本的な企業統合」『知的資産創造』7月号, pp. 99-101。
- 日本能率協会 (2004) 『経営統合とマネジメント手法に関する調査結果』日本能率協会。
- 服部暢達 (2008) 『実践M&Aハンドブック』日経BP社。
- 藤島裕三 (2006) 「コーポレートガバナンスとM&A: 戦略編」『大和総研経営戦略情報』2006年12月27日。
- 與三野禎倫・島田佳憲 (2008) 「企業価値評価と合併・買収に関する資本市場の影響分析」『国民経済雑誌』第198巻第3号, pp. 63-78。